

Ein schwieriges Jahr

Dr. Hans Meyer
Präsident des Direktoriums der
Schweizerischen Nationalbank

Industrie- und Handelskammer Südlicher Oberrhein
und Handelskammer beider Basel

Freiburg, 20.10.1998

Für die geldpolitischen Behörden gibt es eigentlich nie eine Zeit ohne Herausforderungen. Viele der Probleme, denen wir heute gegenüberstehen, existierten in vergleichbarer Form auch schon für unsere Vorgänger.

Ich habe trotzdem "Ein schwieriges Jahr" bewusst als Thema für meine heutigen Ausführungen gewählt, um zu unterstreichen, dass wir zur Zeit in besonderem Masse einer ganzen Reihe von Ungewissheiten ausgesetzt sind.

Diese Unsicherheiten betreffen vor allem drei Aspekte. Erstens hat die schweizerische Wirtschaft nach einer langen Phase der Stagnation endlich wieder Tritt gefasst. Die zukünftige weltwirtschaftliche Entwicklung ist aber zur Zeit als Folge der Krisen in Ostasien, Russland und allenfalls Lateinamerika und der massiven Börsenverluste ungewiss. Die Auswirkungen dieser Krisen auf die Konjunktur in der Schweiz sind nicht völlig voraussehbar. Zweitens ist die von der Nationalbank seit langem als monetäres Zwischenziel erfolgreich verwendete Notenbankgeldmenge seit einiger Zeit verschiedenen Schocks ausgesetzt. Dies bedeutet, dass wir uns bei der Beurteilung der Geldpolitik nicht mehr im bisherigen Ausmass auf den Verlauf der Notenbankgeldmenge stützen können. Drittens schliesslich wird die kommende Einführung des Euro unser monetäres Umfeld stark ändern. Ungewiss ist in diesem Zusammenhang vor allem die Entwicklung des Wechselkurses des Frankens gegenüber dem Euro.

Ich werde in meinen Ausführungen zuerst auf die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz und auf die möglichen Folgen der Krisen in Asien und Russland zu sprechen kommen. Danach werde ich zu einer Diskussion der aktuellen Geldpolitik der Schweiz übergehen und am Schluss die Auswirkungen der bevorstehenden Einführung des Euro beurteilen.

1. Die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz im Jahre 1998

Ich beginne meine Ausführungen mit einem Rückblick auf die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz im zu Ende gehenden Jahr. Dabei möchte ich vor allem drei Aspekte beleuchten: Die wirtschaftliche Erholung der Schweiz, die Krisen in Asien, Russland und Lateinamerika sowie die starke Korrektur an den Aktienbörsen.

1.1 Die wirtschaftliche Erholung

Lassen Sie mich mit der wirtschaftlichen Erholung in der Schweiz beginnen. Wie Sie wissen, geriet die schweizerische Wirtschaft zu Beginn der neunziger Jahre in eine Stagnation. Über den Zeitraum von 1991 bis 1996 herrschte praktisch eine Phase des Nullwachstums. Im Vergleich dazu betrug die durchschnittliche Wachstumsrate des realen Bruttoinlandproduktes über die gesamte Nachkriegszeit ungefähr 2,5%. Auch gegenüber dem Wachstum in den anderen Industriestaaten lag die Schweiz deutlich zurück. Das schwache Wachstum führte zu einer für unser Land ungewohnt hohen Arbeitslosigkeit von über 5% und zu hohen Defiziten der öffentlichen Haushalte, insbesondere auf Bundesebene.

Dem Beginn der Stagnation ging am Ende der achtziger Jahre eine restriktivere Geldpolitik voraus. Wie die ungewöhnliche Länge der Stagnation und die in dieser Zeit erfolgte tiefgehende Umstrukturierung der Wirtschaft zeigen, war die Verschärfung der Geldpolitik kaum die Ursache der Stagnation, sondern höchstens der Auslöser der unvermeidlichen Strukturanpassung der schweizerischen Volkswirtschaft. Die damalige restriktive Geldpolitik war nötig geworden, um die überbordende Wirtschaftstätigkeit, vor allem in der Baubranche, und die hohe Inflation in den Griff zu bekommen.

Eine wichtige Ursache der langen Wachstumsschwäche war die ungenügende Fähigkeit vor allem der Binnenwirtschaft, sich auf ein rasch änderndes wirtschaftliches Umfeld einzustellen. Lange waren viele binnenwirtschaftliche Branchen durch Kartelle, Abmachungen und Importhindernisse vor einem nachhaltigen Wettbewerb geschützt. Dies führte zu einer ungenügenden Innovationsfähigkeit vieler Firmen, die sich beim Abbröckeln des Schutzes in einer Zeit des zunehmenden internationalen Wettbewerbes negativ bemerkbar machte. Dazu kam, dass die öffentliche Hand in den achtziger Jahren ihre Ausgaben stark aufgebläht hatte, so dass sie in der nachfolgenden Stagnation in arge Finanznöte kam. Weil die Defizite zumindest zum Teil mit Steuererhöhungen korrigiert wurden, führte dies zu einer zusätzlichen Belastung der Wirtschaft und der Individuen.

Die Schweiz ist inzwischen glücklicherweise wieder auf einen Wachstumstrend zurückgekehrt. Eine nachträgliche Revision der Zahlen des Bundesamtes für Statistik zeigt, dass das Wachstum des realen Bruttoinlandproduktes bereits in der zweiten Jahreshälfte von 1997 auf deutlich über 2% anstieg. Im ersten Halbjahr 1998 hat sich das Wachstum allerdings etwas verflacht. Dies ist vor allem eine Folge des Rückganges der Exporte nach Ostasien. Inwiefern es sich hier nur um eine vorübergehende Entwicklung handelt oder ob die Asienkrise längerfristige Auswirkungen haben wird, ist im Moment noch nicht eindeutig feststellbar. Bevor ich auf die Problematik der Asienkrise und auf die weiteren konjunkturellen Aussichten in der Schweiz zu sprechen komme, möchte ich Ihnen aber noch die Gründe für den wirtschaftliche Aufschwung der letzten vier Quartale erläutern:

Der Aufschwung begann mit einer kräftigen Expansion der Exporte, die sich seit dem ersten Quartal 1997 abzeichnete. Die Wachstumsraten beim Export erreichten dabei mitunter zweistellige Zahlen. Die Erholung blieb jedoch nicht auf den Export beschränkt. Seit der zweiten Jahreshälfte von 1997 hat auch der inländische Konsum wieder stärker zugenommen. Eine weitere Wachstumsstütze seit Beginn dieses Jahres sind die Investitionen. Neben den Ausrüstungsinvestitionen scheint auch die Bauindustrie wieder etwas Tritt zu fassen; sie weist nach einer langen Phase der Schrumpfung wieder positive Wachstumsraten aus. Erfreulich ist auch die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt. Während im Jahre 1997 die Arbeitslosigkeit im Durchschnitt noch gut 5% betragen hatte, ist sie in der Zwischenzeit auf ungefähr 3,5% gefallen. Dies bedeutet eine Verminderung der Zahl der Arbeitslosen um knapp einen Drittel auf weniger als 130'000. Wir sind uns bewusst, dass der Rückgang der Arbeitslosigkeit durch die Auswirkungen von staatlichen Beschäftigungsprogrammen etwas überzeichnet wird. Mehr offene Stellen und optimistische Beschäftigungsaussichten seitens der Unternehmen bestätigen jedoch, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften zunimmt.

Die lange Stagnation führte dazu, dass sich die Flexibilität und die Innovationskraft der schweizerischen Wirtschaft deutlich erhöht haben. Dazu haben auch eine Reihe von Liberalisierungen von staatlichen Vorschriften beigetragen. Zu nennen sind etwa das neue Binnenmarktgesetz und das revidierte Kartellgesetz, welche den Wettbewerb in der Schweiz verstärken. Weiter gehören die Deregulierungen in der Telekommunikation,

der Energierversorgung und der Landwirtschaft dazu. In vielen Kantonen wurde sodann die Reglementierung der Ladenöffnungszeiten liberalisiert. Die gesetzlichen Rahmenbedingungen wurden also in den letzten Jahren durchaus verbessert.

Die wirtschaftlichen Erfolge der letzten Quartale dürfen jedoch nicht zu einem Nachlassen der Anstrengungen bei der Fortführung der nötigen Strukturanpassungen führen. Dies gilt für die gesamte Wirtschaft und speziell für die Binnenwirtschaft, deren Wettbewerbs- und Leistungsfähigkeit immer noch deutlich hinter der Exportindustrie zurückliegt. Und es gilt heute speziell, weil sich das weltweite konjunkturelle Klima als Folge der Asienkrise durchaus verschlechtern könnte.

1.2. Die Krisen in Asien und Russland

Lassen Sie mich nun auf die Krisen in Asien, Russland und Lateinamerika zu sprechen kommen. Bei meinen Ausführungen werde ich mich vor allem auf die Krisenherde in Asien und Russland konzentrieren.

Die Krise in Asien führte in allen wichtigen Volkswirtschaften zu starken Einbussen bei den Exporten in diese Region. Die betroffenen Länder konnten die Exporteinbussen vorerst durch eine starke inländische Konsum- und Investitionsnachfrage wettmachen. Insgesamt muss aber in der mittleren Frist mit einer Verlangsamung des Wachstums vor allem in den USA und in Grossbritannien gerechnet werden. Für die Schweiz bedeutet dies, dass neben dem bereits erfolgten Einbruch der Exporte nach Asien auch das Klima für Exporte in die westlichen Industriestaaten in naher Zukunft etwas rauher werden könnte. Die relativ guten Konjunkturaussichten in der Europäischen Gemeinschaft lassen allerdings die Erwartung zu, dass sich die Abkühlung für die Nachfrage nach schweizerischen Exportgütern in Grenzen halten wird. Damit der erst begonnene Aufschwung in der Schweiz nicht schon wieder zum Stillstand kommt, ist es aber entscheidend, dass nun auch die Binnennachfrage auf Kurs bleibt.

Die verschiedenen regionalen Krisen in der Weltwirtschaft sind unterschiedlicher Natur. Die Entwicklung in Russland ist in erster Linie eine politische Krise. Die Umwandlung der sowjetischen Planwirtschaft in eine Marktwirtschaft ist an sich ein ausserordentlich schwieriges Unterfangen. Das weitgehende Fehlen des "ordre public" verhin-

dert gegenwärtig einen geordneten Ablauf des Geschehens. Da die russische Wirtschaft im Vergleich zur Weltwirtschaft klein ist, sind die direkten Folgen der Russlandkrise für die Konjunktur der westlichen Industriestaaten beschränkt. Ein Problem dieser Krise besteht jedoch in deren Signalwirkung, welche die Erwartungen für einen schnellen und nachhaltigen Aufbau Osteuropas, insbesondere der Länder der ehemaligen Sowjetunion, stark gedämpft hat. Die Banken gehören zu den aus westlicher Sicht am meisten Betroffenen, da sie sich zum Teil durch – inzwischen gefährdete – Kredite in Russland exponiert haben.

Die Asienkrise, insbesondere die Krise in Japan, ist für die Weltwirtschaft und auch für die Schweiz wesentlich bedeutsamer. Zwar sind die wirtschaftlichen Verflechtungen der Schweiz mit Ostasien und Japan ebenfalls begrenzt, so dass der direkte Einfluss der Krise nicht zu nachhaltigen Auswirkungen für unser Land führen muss. Trotzdem sind die Risiken nicht zu unterschätzen. Zum einen wird die weltwirtschaftliche Entwicklung zwangsläufig berührt, wenn eine so grosse Region wie Ostasien sich in einer kritischen Phase befindet. Zum anderen sind viele der grossen Handelspartner der Schweiz, insbesondere die USA, mit Ostasien viel stärker wirtschaftlich verbunden als die Schweiz selber. Sollten die USA negativ betroffen werden, so müsste sich dies indirekt auch auf die Schweiz auswirken.

Die Probleme in Asien sind gravierend und in erster Linie hausgemacht. Die betroffenen Länder – vorab Japan als führendes Land dieser Region – müssen schnell reagieren, wenn die Situation nicht ins Uferlose abgleiten soll. Dabei sollten diese Länder die Korruption und die Ineffizienz im Finanzsektor und in der öffentlichen Verwaltung bekämpfen, geordnete Wettbewerbsverhältnisse schaffen sowie eine funktionierende Bankenaufsicht einführen. Zudem müssen die politisch Verantwortlichen in Zukunft vermehrt auf den Einklang zwischen wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Entwicklung bedacht sein, um die Nachhaltigkeit zu sichern. Nur so wird es möglich sein, das verlorene Vertrauen in Asien wieder herzustellen, die eingetretene Deflation zum Stillstand zu bringen und die internationalen Investoren zu neuen Engagements in Asien zu motivieren.

1.3 Die Entwicklung an den Aktienbörsen

Ich habe bisher die Entwicklung an der Aktienbörsen bewusst nur am Rande berührt und möchte nun etwas ausführlicher darauf eingehen. Der Kurszerfall an der Aktienbörsen in den letzten Monaten ist markant und hat alle Börsen der Welt betroffen. Auch die schweizerische Börse hat über 25% ihres Wertes verloren, nachdem sie im Juli dieses Jahres auf einen historischen Höchstwert gestiegen war.

Was sind nun die Auswirkungen dieses Wertzerfalles an den Finanzmärkten?

Grundsätzlich müssen wir festhalten, dass ein eigentlicher Kollaps der Aktienpreise insbesondere für den Finanzsektor schwere Folgen haben kann. Banken und Finanzinstitute können massive Verluste erleiden, wenn sie selber eine grosse Anzahl von Aktien halten. Die Banken können aber auch als Folge schlechter Kredite Verluste machen, wenn ihre Kreditschuldner durch den Kollaps der Aktienpreise in Schwierigkeiten geraten. Im Extremfall könnte es zum Konkurs gewisser Banken kommen. Dies hätte erhebliche Folgen für die übrige Wirtschaft, da die Banken über die Kreditgewährung die anderen Wirtschaftssektoren mit Liquidität und Kapital versorgen. Es könnte sich eine Kettenreaktion entwickeln, die letztlich die ganze Wirtschaft in Mitleidenschaft ziehen würde.

Wir können aber feststellen, dass wir von einem solchen Kollaps der Aktienpreise in den USA und in Europa weit entfernt sind. Die starke Baisse der Börsen in den betreffenden Ländern ist vor allem eine Korrektur der ausgeprägten Kursentwicklung der vergangenen Jahre. Die Aktienkurse haben in letzter Zeit kaum mehr die möglichen Gewinnentwicklungen der Firmen reflektiert. Eine Korrektur war deshalb über kurz oder lang unausweichlich. Sie ist insofern nützlich, als sie wieder zur einer realistischeren Wahrnehmung der Risiken auf den Aktien- und Finanzmärkten führt. Diese korrekte Wahrnehmung der Risiken ist unentbehrlich für eine effiziente Verwendung des Kapitals.

Wir gehen davon aus, dass die Kurskorrektur der Aktienbörse im jetzigen Ausmasse in der Schweiz keinen allzu grossen Einfluss auf die Konjunktur haben wird. Zum einen ist der Aktienbesitz nicht übermässig breit gestreut. Zum anderen hatte die starke Hausse der letzten Jahre auch keine grosse positive Wirkung auf den Konsum. Gewinne

und Verluste aus Aktienanlagen scheinen das kurzfristige Konsumverhalten der Wirtschaftssubjekte nicht allzu stark zu beeinflussen.

1.4. Anforderungen für einen nachhaltigen Aufschwung in der Schweiz

Ich komme zurück auf die konjunkturelle Entwicklung in der Schweiz. Nach wie vor glauben wir, dass wir zur Zeit am Anfang einer wirtschaftlichen Erholung stehen. Dies gilt trotz den erwähnten weltwirtschaftlichen Problemen und Risiken. Die Prognosen über den zukünftigen Geschäftsgang und über den Bestellungseingang bei den Unternehmen deuten auf eine weiterhin recht robuste Binnenwirtschaft hin. Wir dürfen deshalb davon ausgehen, dass sich die Binnenwirtschaft zunehmend als Motor der konjunkturellen Entwicklung herausbilden wird. Um diese Entwicklung aber nicht unnötig zu gefährden, müssen wir unsere eigenen Anstrengungen fortsetzen. Für mich stehen dabei folgende Bereiche im Vordergrund:

Die Bemühungen zur Schaffung günstiger Wettbewerbs- und Arbeitsmarktverhältnisse sind fortzusetzen. Dabei dürfen keine Wirtschaftssektoren von vornherein vom Wettbewerb verschont werden. Dies würde die Probleme nur in die Zukunft verschieben und später die unvermeidlichen Strukturanpassungen um so kostspieliger ausfallen lassen.

Die Sanierung der öffentlichen Finanzen bleibt ein vorrangiges Ziel. Dabei müssen einerseits der Umfang der staatliche Tätigkeit überdacht und andererseits die Effizienz der staatlichen Leistungserstellung verbessert werden.

Schliesslich ist weiterhin auf die Aus- und Weiterbildung der Menschen in der Schweiz grössten Wert zu legen. Es ist eine altbekannte Tatsache, dass die Schweiz als rohstoffarmes Land ihren Wohlstand nur durch die Qualifikation ihrer Arbeitskräfte erhalten kann. Ein Zurückfallen des Ausbildungsniveaus gegenüber anderen führenden Ländern hätte langfristig verheerende Folgen. Daher gilt es, der Ausbildung auf allen Stufen die nötige Aufmerksamkeit zu schenken. Das bedeutet nicht zuletzt, dass diesem Bereich die nötigen Mittel zur Verfügung gestellt werden müssen.

2. Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank im Jahre 1998

2.1 Die grundsätzliche Ausrichtung der schweizerischen Geldpolitik

Ich möchte meine Ausführungen nun der Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank zuwenden. Lassen Sie mich kurz die grundsätzliche Ausrichtung erläutern: Wir richten unsere Politik langfristig auf die Erhaltung der Preisstabilität aus, wobei wir Preisstabilität mit einer Inflationsrate von 1-2 Prozent gleichsetzen. Die Ausrichtung der Geldpolitik auf die Erhaltung der Preisstabilität ist natürlich nicht Selbstzweck. Sie widerspiegelt die eindeutigen Erkenntnisse der nationalökonomischen Forschung der letzten dreissig Jahre, wonach ein instabiles monetäres Umfeld zu erheblichen Wohlstands- und Wachstumsverlusten führen kann und zudem die sozial schwachen Gruppen der Bevölkerung übermässig belastet. Die ökonomische Forschung hat auch klar gezeigt, dass Schwankungen der Inflationsrate zu kurzfristigen Produktionsverlusten führen. Eine Notenbank kann daher den grösstmöglichen Beitrag zu einer nachhaltigen wirtschaftlichen Entwicklung leisten, wenn sie ihre Politik langfristig auf Preisstabilität ausrichtet und einmal aufgetretene inflationäre Schocks konsequent bekämpft. Dazu gehört auch, dass sie alles daran setzt, unnötige inflationäre, aber auch deflationäre Schübe und die daraus folgenden Anpassungskosten zu verhindern. Durch ein stabiles monetäres Umfeld kann die Notenbank auch dazu beitragen, die Systemrisiken an den Finanzmärkten in Grenzen zu halten.

2.2 Die Probleme der schweizerischen Geldpolitik im Jahre 1998

Seit Mitte des Jahres 1996 sind wir bei einer Inflation unter einem Prozent angelangt. In der Zwischenzeit hat sich die Inflation sogar noch etwas vermindert und auch unsere Prognosen deuten nicht auf einen Anstieg hin. Wir erleben also momentan eine Phase, in der wir auf absehbare Zeit nahe bei unserer Zielinflation sind.

Trotzdem operieren wir zur Zeit nicht in einem problemlosen Umfeld. Es sind zwei Aspekte, die für unsere Geldpolitik kritisch sind. Der eine steht in Zusammenhang mit der Einführung der Europäischen Währungsunion auf Anfang des nächsten Jahres. Der andere betrifft eine gewisse Unsicherheit bei den uns zur Verfügung stehenden Indi-

katoren für die Beurteilung des Expansionsgrades der Geldpolitik in der kurzen Frist. Ich gehe zuerst auf die Indikatoren ein.

Die Schweizerische Nationalbank verwendet seit 1980 die monetäre Basis als Zwischenziel. Die Erfahrungen mit diesem Zwischenziel sind allgemein positiv ausgefallen. Seit dem Ende der achtziger Jahre hat sich jedoch gezeigt, dass die Nachfrage nach Basisgeld zusätzlichen Schwankungen unterworfen ist. Dabei spielten Veränderungen beim Verhalten der Banken, wie beispielsweise die Einsparungen an Giroguthaben als Folge des Swiss Interbank Clearing, eine grosse Rolle. Zu Beginn der neunziger Jahre legten wir anstelle von jährlichen Zielvorgaben einen mittelfristigen Zielpfad für die Notenbankgeldmenge fest. Dadurch ist es möglich geworden, in der kurzen Frist vom Zielpfad abzuweichen und bei der Festlegung der Geldpolitik auch andere Indikatoren zu berücksichtigen.

Seit dem letzten Jahr haben Störungen bei der Nachfrage nach Notenbankgeld stark zugenommen. Wir haben zum einen eine erhöhte Volatilität bei der Nachfrage der Banken nach Giroguthaben festgestellt und zum anderen eine starke Zunahme der Nachfrage des Publikums nach 1000-Franken Notenabschnitten beobachtet. Als Folge dieser Störungen waren wir gezwungen, von unserer flexiblen geldpolitischen Strategie Gebrauch zu machen und neben der Notenbankgeldmenge für unsere geldpolitischen Entscheidungen vermehrt zusätzliche Indikatoren zu Hilfe zu nehmen.

Seit einiger Zeit schenken wir der Geldmenge M3 als zusätzlichem Indikator vermehrt Aufmerksamkeit. Dieses Aggregat besitzt in der langen Frist einen engen Zusammenhang zur Preisentwicklung und ist in der kurzen Frist weniger zinsempfindlich als die engeren Aggregate M1 und M2. In der kurzen Frist müssen jedoch die Entwicklung von M3 und des Preisniveaus nicht unbedingt parallel verlaufen. Wir beobachten daher auch andere aussagekräftige Indikatoren wie den Wechselkurs, die Diskrepanz zwischen tatsächlicher und potentieller Produktion und die verschiedenen Zinssätze.

Als Folge der unsicheren Aussagekraft der Notenbankgeldmenge und der Berücksichtigung von zusätzlichen Indikatoren publiziert die Schweizerische Nationalbank seit Beginn dieses Jahres quartalsweise sogenannte "Geldpolitische Schlussfolgerungen" in denen sie den Marktteilnehmern ihre Einschätzung des monetären Umfeldes darlegt und ihre geldpolitischen Absichten für das kommende Quartal formuliert. Dies ermöglicht

es dem Publikum, sich ein gutes Bild der geldpolitischen Lage zu machen und erhöht die Transparenz unserer geldpolitischen Entscheide.

2.3 Der Expansionsgrad der Geldpolitik im Jahre 1998

Wir führen im Moment eine relativ expansive Geldpolitik und versorgen den Geldmarkt grosszügig mit Liquidität, was sich in tiefen Geld- und Kapitalmarktzinsen deutlich ausdrückt. Damit wollen wir die Erholung der schweizerischen Wirtschaft weiterhin unterstützen.

Wir sind überzeugt, dass wir dadurch kein Inflationspotential aufbauen, da zur Zeit das Wachstum der grossen Geldmengenaggregate nicht übermässig stark ist und weil auch die Wirtschaftsleistung immer noch von ihrem Potential entfernt ist. Wir beobachten jedoch die Entwicklungen genau, um dem Markt frühzeitig Liquidität zu entziehen, falls sich eine Erhöhung der Inflation abzeichnen würde.

Wir haben auch ein wachsames Auge auf die Situation in Asien, Russland und Lateinamerika und auf die Börsenentwicklung. Die Nationalbank kann weder diese Krisen lösen noch die Börsenkurse stabilisieren. Sie muss aber die Wirkungen dieser Turbulenzen auf Produktion und Preise in der Schweiz abschätzen und auf deflatorische oder inflatorische Entwicklungen durch entsprechende geldpolitische Massnahmen reagieren. Die Schweiz kann sodann im Rahmen des Internationalen Währungsfonds mithelfen, die regionalen Krisen zu lösen. Ich betone aber nochmals, dass die Lösung in erster Linie von den betroffenen Ländern selbst kommen muss. In der Schweiz können wir mit einem stabilen monetären Umfeld dazu beitragen, dass sich Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten in angemessenen Grenzen halten.

3. Die Einführung des Euro

3.1 Die Ausgangslage

Die meisten Mitglieder der Europäischen Union werden auf den 1. Januar 1999 ihre eigene Währung aufgeben und den Euro als Zahlungsmittel übernehmen. Die bisherige faktische Vorherrschaft der Deutschen Bundesbank in bezug auf die europäischen

Währungsverhältnisse entfällt und die Europäische Zentralbank wird fortan die einheitliche Geldpolitik der Europäischen Union bestimmen.

Lassen Sie mich die Auswirkungen der Einführung der Europäischen Währungsunion auf das monetäre Umfeld der Schweizerischen Nationalbank skizzieren.

Wir beurteilen die kommende Europäische Währungsunion insgesamt positiv. Neben den erhofften wirtschaftlichen Chancen aus der Vollendung eines grossen einheitliche Wirtschafts- und Währungsraumes birgt ein solches Projekt allerdings auch gewisse Risiken.

Die grundsätzlich positive Einstellung beruht auf den klaren Strukturen, die für die Währungsunion geschaffen wurden. Der Vertrag von Maastricht und die nachfolgenden Ergänzungsverträge gestehen der Europäischen Zentralbank eine grosse Unabhängigkeit zu und erteilen ihr den Auftrag, prioritär für die Erhaltung der Preisstabilität zu sorgen. Die Teilnahme an der Währungsunion ist ferner an die bekannten Konvergenzbedingungen geknüpft. Zudem wurden die Schlüsselfunktionen in der Europäischen Zentralbank überzeugend besetzt.

Aus unserer Sicht bestehen vor allem zwei Risiken. Zum einen müssen wir in der ersten Phase der Währungsunion mit erhöhten Unsicherheiten rechnen, da die Europäischen Zentralbank noch nicht über sichere und aussagekräftige geldpolitische Indikatoren verfügt. Sie wird sich am Anfang auf Neuland begeben müssen, da ihr die Erfahrungen für eine gesamtheitliche europäische Geldpolitik noch fehlen. Dabei können leicht Fehler passieren. Die Europäische Zentralbank wird die Glaubwürdigkeit etwa der Deutschen Bundesbank nicht automatisch übernehmen können, sondern sich mit der Zeit ihre eigene Reputation schaffen müssen. Zum anderen besteht mittelfristig das Risiko, dass die Vertreter der verschiedenen Staaten versucht sein könnten, länderspezifische Interessen zu vertreten und sich damit nicht klar an den Auftrag zu halten. Dadurch würde die Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank starken Schaden erleiden.

3.2. Alternativen für die Schweiz

Für die Schweiz würde ein starker und stabiler Euro klar die komfortabelste Situation darstellen. Wir müssen aber wie gesagt davon ausgehen, dass zu Beginn der Währungsunion Währungsturbulenzen auftreten könnten und dass das Risiko einer Aufwertung des Schweizerfrankens besteht, weil die internationalen Investoren von der Qualität der europäischen Geldpolitik noch nicht überzeugt sind. Sodann wird sich eine gewisse Neigung zur Diversifikation von Auslandsanlagen nach Währungen auswirken.

Wir haben im Prinzip drei Möglichkeiten, auf eine solche Situation zu reagieren:

1. Die Nationalbank kann den Wechselkurs gegenüber dem Euro von vornherein fixieren und auf längere Frist einen festen Wechselkurs anstreben.
2. Die Nationalbank kann wie bisher eine autonome Geldpolitik mit dem Ziel der Erhaltung der Preisstabilität verfolgen. Dabei würde sie soweit mit dem Ziel der Preisstabilität vereinbar auf Störungen im Devisenmarkt Rücksicht nehmen.
3. Die Nationalbank kann eine pragmatische Politik verfolgen und bei extremen Schwankungen der Wechselkurse den Frankenkurs vorübergehend gegenüber dem Euro fixieren.

Alle diese Varianten haben Vor- und Nachteile. Bei der ersten Möglichkeit würden wir auf eine eigenständige Politik verzichten und vollständig der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank folgen. Für die Exportwirtschaft würden bei dieser Variante die Wechselkursrisiken wegfallen. Eine solche Politik ist langfristig nur dann vertretbar, wenn sie mit Preisstabilität vereinbar ist. Zumindest zu Beginn der Währungsunion ist jedoch noch nicht klar, auf welchem Niveau sich die europäische Inflation durchschnittlich einpendeln wird. Zudem müssten wir auch mit substantiellen Zinserhöhungen rechnen, wenn der Wechselkurs gegenüber dem Euro fixiert würde. Diese Möglichkeit stellt deshalb für die Nationalbank im Moment keine realistische Alternative dar.

Die zweite Möglichkeit - die Weiterführung einer autonomen Geldpolitik - garantiert, dass die fundamentale Ausrichtung der Geldpolitik nicht wegen momentanen Währungsturbulenzen geändert werden muss. Die Exportindustrie unseres Landes ist bei den

meisten Störungen auf den Devisenmärkten genügend flexibel, um sich den neuen Verhältnissen anzupassen. Zudem kann die Nationalbank versuchen, die Störungen zu einem gewissen Grad zu dämpfen. Diese Variante stellt daher eine attraktivere Lösung dar als die Bindung des Frankens an den Euro. Bei dieser Politik würde die Schweiz vorderhand ihren Zinsvorteil behalten können.

Es kann jedoch unter Umständen zu einer massiven und unverhältnismässigen Aufwertung des Frankens kommen, so dass auch die flexibelsten Unternehmen der Exportwirtschaft in grosse Schwierigkeiten geraten. In einer derartigen Situation ist es denkbar, dass die dritte Variante, nämlich die vorübergehende Fixierung des Frankenkurses, die beste Lösung darstellen würde. Ich muss jedoch betonen, dass diese Variante für echte Ausnahmefälle reserviert bleiben muss. Das Risiko liegt darin, dass die zusätzliche Liquiditätsversorgung als Folge der Wechselkursfixierung nicht mit dem langfristigen Ziel der Preisstabilität vereinbar ist.

4. Schlussbemerkungen

Ich komme zum Schluss und möchte meine Ausführungen wie folgt zusammenfassen:

■ Die Schweiz steht nach einer langen Phase der Stagnation am Anfang einer wirtschaftlichen Erholung. Weitere Anstrengungen bei der Optimierung der Rahmenbedingungen - insbesondere in der Wettbewerbs- und in der Fiskalpolitik, aber auch in der Ausbildung - sind nötig, um die Nachhaltigkeit der Entwicklung sicherzustellen. Die Schweizerische Nationalbank unterstützt mit ihrer grosszügigen Geldpolitik die Erholung. Die Auswirkungen der Krisen in Asien, Russland und Lateinamerika auf den Aufschwung in der Schweiz sind zur Zeit noch schwer abschätzbar.

■ Wir operieren in einem Umfeld, das durch weitere Unsicherheiten geprägt ist. Diese Unsicherheiten betreffen einerseits unsere geldpolitischen Indikatoren und andererseits die Einführung der Europäischen Währungsunion. Beim Übergang zur Europäischen Währungsunion rechnen wir mit einem stabilen Euro. Wir werden deshalb unsere autonome Geldpolitik mit dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität fortsetzen. Einer übermässigen Aufwertung des Frankens würden wir im Rahmen unserer Möglichkeiten entgegenreten.